

学校编码: 10384

分类号_____密级_____

学 号: 15620131152159

UDC_____

厦 门 大 学

专 业 学 位 硕 士 论 文

定向增发对创业板公司股价影响的实证研究

The Empirical Research on the Relationship between Private
Equity Placements and the stock price performance of the listed
companies in China Growth Enterprise Market

邱 凌

指导教师（校内）：蔡伟毅 助理教授

指导教师（校外）：陈文奇 博 士

专 业 名 称 ： 保 险 专 硕

论文提交日期： 2016 年

论文答辩时间： 2016 年

学位授予日期： 2016 年

答辩委员会主席： _____

评 阅 人： _____

2016 年 月

厦门大学博硕士论文摘要库

厦门大学学位论文原创性声明

本人呈交的学位论文是本人在导师指导下，独立完成的研究成果。本人在论文写作中参考其他个人或集体已经发表的研究成果，均在文中以适当方式明确标明，并符合法律规范和《厦门大学研究生学术活动规范（试行）》。

另外，该学位论文为（ ）课题（组）的研究成果，获得（ ）课题（组）经费或实验室的资助，在（ ）实验室完成。（请在以上括号内填写课题或课题组负责人或实验室名称，未有此项声明内容的，可以不作特别声明。）

声明人（签名）：

年 月 日

厦门大学博硕士论文摘要库

厦门大学学位论文著作权使用声明

本人同意厦门大学根据《中华人民共和国学位条例暂行实施办法》等规定保留和使用此学位论文，并向主管部门或其指定机构送交学位论文（包括纸质版和电子版），允许学位论文进入厦门大学图书馆及其数据库被查阅、借阅。本人同意厦门大学将学位论文加入全国博士、硕士学位论文共建单位数据库进行检索，将学位论文的标题和摘要汇编出版，采用影印、缩印或者其它方式合理复制学位论文。

本学位论文属于：

（ ） 1. 经厦门大学保密委员会审查核定的保密学位论文，
于 年 月 日解密，解密后适用上述授权。

（ ） 2. 不保密，适用上述授权。

（请在以上相应括号内打“√”或填上相应内容。保密学位论文应是已经厦门大学保密委员会审定过的学位论文，未经厦门大学保密委员会审定的学位论文均为公开学位论文。此声明栏不填写的，默认为公开学位论文，均适用上述授权。）

声明人（签名）：

年 月 日

摘要

定向增发作为我国上市企业股权再融资的一种重要手段，是面对较为少数的投资者，其发行门槛相对较低，且在操作上较为简便迅速，成为我国资本市场逐渐完善以来（2008 年股权分置改革为起点）上市公司再融资的首选工具。创业板市场作为中国的“NASDAQ”，在中国的资本市场扮演着“二板市场”的角色，其上市条件要求较松、公司具有较高的成长性、科技创新实力强、公司规模相对较小以及退市风险较大等特点。这就共同决定了创业板上市公司的定向增发发行新股带来的效应会与主板有所差异，这也就是本文研究的重要切入点。

国内外已经有很多学者对定向增发发行进行了相关研究，主要是从公司选择定向增发发行的原因、宣告效益、发行折扣率和定向增发发行后公司股价的表现研究这几个方面进行的，形成了“信息不对称理论”以及“监督效应理论”两个经典流派。

本文的实证结果得出：（1）定向增发发行新股对创业板公司的股价有积极的影响，且长期来看比短期表现更好；（2）对大股东及关联人定向增发发行新股将会有效地解决信息不对称问题，促进公司良好的经营管理，所以对大股东及关联人定向增发发行新股的长期股价表现要强于对机构投资者的定向增发发行；（3）定向增发发行用于资产收购让大股东的股权更加集中，能够为公司产生积极的效应，即通定向增发发行新股融资用于资产收购的公司长期股价要比用于新建建设项目的公司股价好。（4）定向增发后股价的表现与公司为非传统行业的行业属性呈正相关；（5）对比主板而言，创业板公司定向增发发行后公司股价长期上涨幅度要更大，更具有投资价值。综上得出，本文的理论分析与实证检验的结果是一致的。

本文对创业板上市公司定向增发发行新股绩效的考察期为 1-24 个月，采用创业板市场上于 2012 年 3 月-2014 年 3 月中 2 年内已实施定向增发发行新股的公司为样本，采用超额收益率（AAR）与累计超额收益率（CAR）两个指标对公司定向增发发行后的股票价格走势做衡量。同时加入其它自变量和控制变量构建模型进行分析，并结合实证结果给出相关政策建议。

关键词：创业板公司；定向增发；股价

Abstract

Private Equity Placements plays an important role in Chinese Listed Companies Seasoned Equity Offerings, and has a lower threshold and easy operation. China ' s capital market has gradually improved(with the non-tradable shares reform finished in 2006), PE placements gradually becomes the first preferred tool of refinancing for businesses. China Growth Enterprise Market is called “Chinese NASDAQ” ,and is an important milestone on the healthy development of the capital market, The requirements of GEM are relatively loose, with a high growth speed, technological innovation, small size and the larger the risk of delisting and the other characteristics. All these factors determine the GEM listed companies to issue new shares of the effect will be different from the main board, so it is an important starting point for this study.

Many scholars had do researches about PE Placements, Such as, declaration of benefit, discount rate and the company's stock price performance of these aspects.

“Asymmetric Information Theory” and “Supervision effect theory” are two classical theory.

This paper analyzes the relationship between PE placement and stock price performance of listed companies. Then we get some conclusions that:(1)PE placement has a positive influence on stock price of GEM companies.(2)The stock price performance of issue to associated shareholders are much better than those issue to non-associated shareholders. (3) PE placements to raise money to purchase equity shares has the higher long-term stock price than construct the new project. (4) The stock price of non-traditional industries is better than traditional industries.(5) The stock price performance of GEM are better than the stock price of main board. In summary, the theoretical analysis of this paper is consistent with the results of empirical test.

Due to the limited time span of the sample data, this paper take 89 listed GEM companies which has been implemented for PE placements as a sample, take 1 to 24 months stock price in consideration, the GEM listed companies in PE placements of shares of short and long term trend and analyzed its influencing factors, find some pointed to modified, finally gives some policy suggestions.

Keywords: Private Equity Placements; Growth Enterprise Market; Stock Price

目录

1 绪论	1
1.1 研究背景与意义	1
1.1.1 研究背景	1
1.1.2 研究意义	3
1.2 研究框架	3
1.2.1 问题的提出和研究的内容	3
1.2.2 研究的思路与方法	4
1.2.3 文章组织安排	4
1.3 创新与不足	5
1.3.1 创新之处	5
1.3.2 不足之处	6
2 文献综述	7
2.1 国外文献综述	7
2.2 国内文献综述	9
2.2.1 定向增发宣告效应的研究	9
2.2.2 定向增发折价率对股价影响的研究	11
2.2.3 定向增发募集对象差异对股价影响的研究	11
2.2.4 定向增发对长期股价影响的研究	12
2.2.5 定向增发与股价操纵的研究	13
3 定向增发与公司股价关系的理论分析及假设	14
3.1 定向增发的相关理论	14
3.1.1 监督效应理论解释	14
3.1.2 代理成本理论解释	14
3.1.3 信息不对称理论解释	15
3.1.4 管理防御理论	15
3.2 定向增发与股价关系理论分析及假设	16
3.2.1 不同认购对象的股价反应的理论分析及假设	16
3.2.2 募集资金用途与长期股价反应的理论分析及假设	17

4 我国上市公司定向增发新股再融资现状及特征	19
4.1 相关法律法规	19
4.2 上市公司定向增发新股再融资模式	21
4.2.1 引入战略投资者模式	21
4.2.2 资产注入实现整体上市模式	21
4.2.3 财务投资者模式	21
4.2.4 财务重组模式	22
4.3 我国上市公司定向增发新股的特征	22
4.3.1、定向增发新股的门槛较低	22
4.3.2 定向增发新股的审批程序简单	23
4.3.3 大多数上市公司定向增发新股的目的主要是收购集团公司的资产	23
5 创业板公司定向增发新股与公司股价关系的实证研究	25
5.1 样本选取及数据来源	25
5.2 相关统计量的计算	25
5.3 变量选取和模型的构建	26
5.3.1 变量的选取及定义	27
5.3.2 模型的构建	28
5.4 实证检验	30
5.4.1 单因素分析	30
5.4.2 回归分析	38
6 结论与建议	47
6.1 研究结论	47
6.2 政策建议	48
参考文献	50
致谢	54

Contents

Chapter1 Preface	1
Section1 Research Background and Significance	1
Section2 Framework	3
Section3 Innovations and deficiencies	5
Chapter2 Literature Overview	7
Session1 Overview of Research outside the country	7
Session2 Overview of Research within the country	9
Chapter3 Theoretical analysis and hypothesis of relationship between Private Equity Placements and Stock Price Performance	14
Session1 Related theories of private equity placements	14
Session2 Relationship between Private Equity Placements and Stock Price Performance of listed companies	16
Chapter4 Status and characteristics of private equity placements of listed companies	19
Session1 Relevant laws and Regulations	19
Session2 Refinancing modes of private equity placements	21
Session3 Characteristics of private equity placements	22
Chapter5 Empirical analysis of relationship between Private Equity Placements and Stock Price Performance of listed companies	25
Session1 Sample selection and Source of Data	25
Session2 Calculation of related statistics	25
Session3 Variables Definition and model design	27
Session4 Empirical Test	29
Chapter6 Conclusions and Recommendations	43
Session1 Conclusions	43
Session2 Disadvantages	44
References	46
Acknowledgements	50

厦门大学博硕士论文摘要库

1 绪论

1.1 研究背景与意义

1.1.1 研究背景

企业从孵化到逐渐发展壮大和成熟，在各个阶段会遇到各种问题，如：原材料短缺、技术瓶颈、人员流动等问题，其中“资金问题”更是贯穿企业生命线中最普遍的问题，没有足够的资金保障，有如“油量警报”的汽车、机械故障的生产车间，都会使得生产无法危机。现代上市公司面临“资金问题”一是可以采用债券融资方式，二是依靠股权融资来解决。债权融资是指上市公司通过发行企业债或者找金融机构寻求贷款。股权融资可由增发新股的方式进行，按照发行对象的差异，增发可分为定向增发和非定向增发两种，非定向增发是指上市公司向不特定的对象发售新的股份，而定向增发则是上市公司对较为少数特定的投资者发售的股份。

在欧美发达的资本市场中，增发也叫“私募发行”，早已成为非常普通的一种融资方式。鉴于我国尚处于社会主义初级阶段的国情，中国资本市场发展较为缓慢，在对外开放过程中，逐渐才引入国外资本市场管理的新形式，在 2008 年“股改”初步告一段落的基础上，较多企业才开始通过增发融资。随后的时间里，增发股份这种新的融资方式因其门槛低，操作较为简便，在我国资本市场上作为逐步成为一种最重要的融资手段。

企业会根据自身不同需要，实施定向增发：

- (1) 控股股东可以将集团其他经营业务并入到上市平台中，使得整个集团实现上市；
- (2) 实现股东之间原有关联业务的重组，减少关联交易，增发并购可以减少利益冲突；
- (3) 进行资产重组，注入新产业及新产品，优化资产结构和促进业务发展；
- (4) 为了引进战略投资者，为公司未来发展增添支撑；
- (5) 进行行业内的纵横扩张，对外收购，从而提高市场占有率，提升市场地位；
- (6) 原有股东的退出，引入新的控股股东。

1990 年上海证券交易所成立，预示着中国资本市场的发展进入了一个新纪元。至今已过去二十五个年头，在这四分之一世纪发展过程中，我国逐步建立起了多

层次的资本市场：上海主板市场（1990 年成立），深圳主板市场（1991 年成立）、中小板市场（2004 年成立）、股权代办转让系统（即新三板，2006 年开始试点，2013 年底正式扩容至所有符合条件的企业）以及创业板市场（2009 年）。

1998 年，成思危提交《关于借鉴国外经验，尽快发展中国风险投资事业的提案》，象征着我国在创立创业板市场上迈开的第一步。次年，深交所向管理层提交《深圳证券交易所关于进行成长板市场的方案研究的立项报告》。同年三月，管理层指出“可以考虑在两市中推出科技企业板块”。然而之后美国 NASDAQ “科技泡沫”破灭，香港创业板市场最多也跌去了 90%。2001 年，管理层认为我国应该吸取其他资本市场的教训，将主板市场逐步完善之后，再适时设立创业板市场。2006 年，尚福林认为我国资本市场正在发生重大的变化，随着我国经济的平稳较快增长，将在适时推出创业板。2009 年监管层颁布了《首次公开发行股票并在创业板上市管理暂行办法》，同年 7 月又颁布了《创业板市场投资者适当性管理暂行规定》，既投资者可在 7 月 15 日起办理创业板投资资格。同年十月，创业板市场正式诞生。在第一批在创业板上市的二十余家公司中，普遍市盈率在 50-60 倍，远高于全部 A 股其他公司市盈率，体现了投资者对这个中国二板市场成长性高预期。创业板的正式设立起到如下积极作用：（1）为高新发展公司增加融资渠道。（2）引入新的价值评估机制，提高创新技术与资本的结合，从而反向推动技术创新的发展。（3）为原有的天使投资基金、风险投资基金提供相应的退出机制，降低其投资的风险，从而提高高新投资的积极性，保证整个投资体系的健康发展。（4）提高高新公司股份的流动性，是公司股权激励机制的重要保证，有利于职工更加积极地为公司创造价值。（5）监督高新公司更加合理合规的运作，实行现代公司管理制度。

创业板市场也叫中国“NASDAQ”，是对外开放以来，我们资本市场又一新的成果，对高新公司的持续发展壮大、推动社会科技进步和成果转化有将会承担着尤为重要的责任。创业板公司自然有着区别于传统公司不一样的特点：

（1）上市要求较低：近 2 年都持续盈利，净利润总共不低过一千万元，发行后的股本总额不低过两千万元（相对主板：最近三年连续盈利，净利润不低过三千万元，发行后总股本不低过五千万元）等。

（2）招股把关紧：证监会特别设立创业板发行审核委员会，针对公司规模小、业绩波动大、运营不确定性高、退市可能性大等特点，提高了公开发行标准，拓展了披露深度。

（3）严格的披露：公司估计不能在规定时间内披露年报，必须于 2 个月内发布

业绩快报。并在正式的年报披露后一个月内举行年报说明会。

(4) 控股股东套现：假设算管理层规定提出 IPO 申请前半年内扩充股本的，自股票将锁定 12 个月：从股票上市起 2 年间，且转让不得超过一半。

(5) 保荐责任加大：持续督导期间，公司年报、半年报披露的 15 个工作日内，要发布对其跟踪报告。同时也在规定时间内对临时报告提出独立意见。

(6) 退市风险增加：创业板增加了“近 1 个年度的净资产小于零”、“近一个年度被会计师事务所出具否定或保留意见”等一系列可以采取退市风险警示的情况。

1.1.2 研究意义

创业板公司的业务性质和相应监管政策上有着于传统主板公司不同的特征，从而本文将创业板的相关标的公司独立对其融资行为做独立的研究。

作为一个新兴经济体国家，相信我国在不远的将来必定会诞生出像雅虎和亚马逊这样伟大的公司，一个公司不断向前发展会面临各式各样的困境，技术进步需要依托经济支撑，而创业板的开放，正能给予这些公司一个有着丰富资本资源的土壤。后续的融资能够为公司提供更大的前进动力。股价是市场对公司将来成长预期的反映。与之前的研究不同，本文着眼于定向增发这种后续融资手段对代表着具有高成长性的创业板公司股价影响的分析以及讨论创业板定向增发的定价机制是否应该有别于主板。

1.2 研究框架

1.2.1 问题的提出和研究的内容

欧美国家对资本市场的定向增发（Private Placement：私募发行）的研究较为完整，资本市场经过较长时间的发展，监管机制日趋完善。他们大多数是从增发的折扣率作为研究：香港地区的平均折率约 5% 左右，美国约 21%。且定向增发具有普遍的正宣告效应（即增发事件公告后，股价短期内的涨幅），综合数据表明正宣告效应约为 2%；根据不同的国家和市场情况，长期来看公司股价表现各有差异，有别于较一致的短期正公告效应。因为创业板公司有着如前所述的特点，从过去一年股票市场的跌宕起伏中，我们看到创业板公司的股价出现了比主板公司更大的弹性，不少公司在此期间进行了定向增发。

那么创业板公司定向增发的宣告效应和公司股票价格走势会有怎样的一个表现？哪些因素会影响创业板公司定向增发的股票价格表现？这些因素是否与主板相同？本文将开始就以上问题进行研究和探讨。

1.2.2 研究的思路与方法

创业板市场开设到今已第 6 个年头，随着上市公司的增加，监管的逐渐完善，市场日趋成熟，越来越多的公司采用定向增发方式进行融资从而为本文提供较多的研究可行性标的。综合国内外文献，本文主要从以下几个方面来研究这种融资方式对创业板公司股价的影响：

- (1) 创业板定向增发公司整体样本股价表现的研究
- (2) 创业板定向增发对象的差异性与公司股价表现的研究
- (3) 创业板定向增发募集资金用途与公司股价表现的研究
- (4) 创业板定向增发公司所处行业差异性与公司股价表现的研究
- (5) 创业板定向增发对于创业板公司与主板公司股价影响表现的对比
- (6) 最后本文通过实证分析来检验理论假设。

1.2.3 文章组织安排

本文共分为如下 6 个章节：

第一章，为本文的绪论部分，介绍研究的背景、意义、问题的提出和研究的内容、研究的思路与方法、文章框架、本文的创新之处与不足。

第二章，对国内外关于定向增发的相关文献进行梳理，从当代背景和前人的研究成果中，总结分析发行增发新股与公司股价关系的研究。

第三章，主要对定向增发新股的公司股价的关系进行细致的理论分析，总结出能够指导本文进行的相关理论。

第四章，对目前我国上市公司定向增发新股再融资现状及其特征进行分析，从较为宏观的角度来看待本文研究的问题。

第五章，本章主要是进行实证分析，对样本选取与数据来源、相关变量定义的描述、及构建相关模型，然后对样本数据进行描述性统计与多元线性回归分析，得到的研究结果，对理论分析的相关假设进行检验。

第六章，本章基于实证结果得出的结论进行总结，并提出相关政策建议。

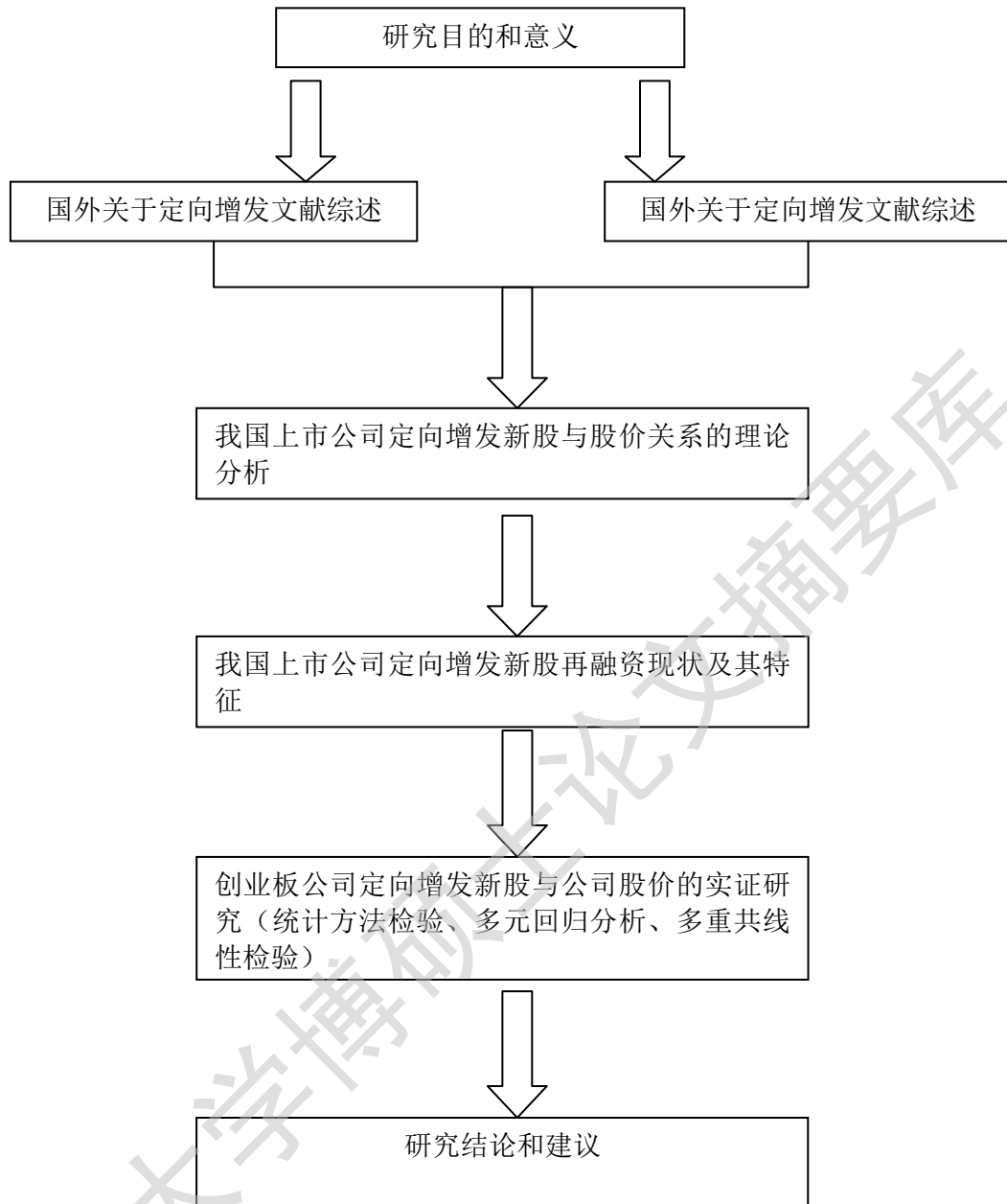


图 1-1 本文框架图

1.3 创新与不足

1.3.1 创新之处

本文创新点专注创业板市场定向增发与股票市场表现的关系研究。

目前国内的研究主要针对主板市场中定向增发与股价表现的关系的研究，对创业板市场定向增发与其股票市场表现的关系甚少，或是因为创业板之前上市公司的标的较少，且由于早前制度较未完善鲜有创业板公司进行过定向增发。

Degree papers are in the “[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)”.

Fulltexts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to etd@xmu.edu.cn for delivery details.